

宏观半年报

国元期货研究咨询部

宏观金融

下半年经济正常化 结构改善增速下行

主要结论:

上半年国内经济处于继续复苏深化与结构调整阶段,下半年则进入正常化阶段,下半年经济增速大概率较上半年回落。下半年生产端高位回落,外需增速回落、内需有明显好转。

上半年价格指数走势分化,下半年价格指数的分化将改善。下半年CPI温和回升至2-3%的常态区间,PPI二季度冲高之后三季度开始见顶回落;CPI/PPI剪刀差收窄。

下半年宏观政策继续保持审慎、收敛的基调。货币政策继续收紧,财政扩张力度大概率较去年收缩。

2021年上半年全球主要国家经济增长快速恢复,全球资本市场的风险偏好逐步上升。下半年美国、欧洲经济快速修复之后经济有可能过热之后见顶,美联储有可能考虑退出宽松货币政策。

许雯

电话: 010-84555101

邮箱: xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号 F3023704

投资咨询资格号 Z0012103

相关报告

目 录

一、经济扩张放缓.....	1
二、PPI超预期上行.....	10
三、进出口增速高位回落.....	13
四、金融数据平稳.....	14
五、后期宏观趋势研判.....	18

附 图

图 1: 制造业 PMI.....	1
图 2: 非制造业 PMI.....	1
图 3: PMI 生产和新订单指数.....	2
图 4: 各类型企业 PMI.....	2
图 5: 工业增加值.....	4
图 6: 工业增加值.....	4
图 7: 固定资产投资.....	6
图 8: 基础设施投资.....	6
图 9: 财政收入.....	7
图 10: 财政支出.....	7
图 11: 房地产开发投资.....	8
图 12: 社会消费品零售总额.....	8
图 13: 工业企业利润总额累计值.....	10
图 14: 当月利润.....	10
图 15: CPI.....	11
图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素.....	11
图 17: PPI.....	12
图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素.....	12
图 19: 进出口同比.....	13
图 20: 月度进出口数据.....	13
图 21: 货币供应.....	15
图 22: 社会融资规模.....	15
图 23: M2、社会融资剪刀差.....	16
图 24: 贷款余额同比增速.....	16
图 25: 外汇储备.....	17
图 26: 外汇占款.....	17

今年上半年中国经济延续了上行修复趋势，下半年中国经济将步入正常化。下半年的经济数据大概率回落。上半年工业品价格大幅上涨，对生产端产生重要影响，下半年工业品价格逐渐触顶回落。宏观政策保持稳健，货币政策继续收敛，财政政策相机发力。

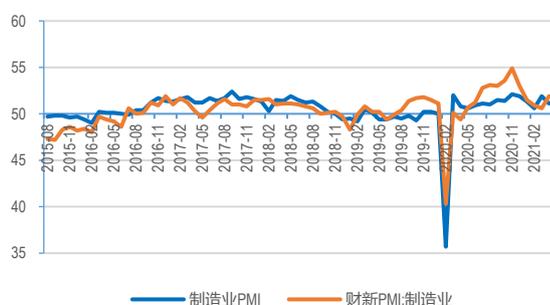
一、经济扩张放缓

领先指标来看，5月制造业PMI小幅回落服务业PMI小幅回升。5月PMI回落跟原材料价格高且波动大影响生产成本限制当期产量，企业主动降低在手订单有很大的关系，工业品价格不断走高最终对工业生产形成负面影响。5月需求复苏跟进、服务业景气度较高，建筑业走强。

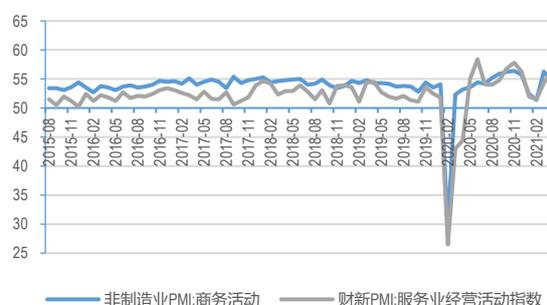
图 1：制造业 PMI

图 2：非制造业 PMI

中国制造业采购经理指数 (PMI)



非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

2021年5月PMI数据回落,生产偏弱需求偏强。5月官方制造业PMI为51%,较4月下降0.1个百分点,连续15个月处于临界点上方,制造业维持扩张。5月官方非制造业PMI为55.2%,较4月上升0.3个百分点,非制造业保持较高景气度。其中服务业小幅回落、建筑业回升,服务业PMI指数54.3%,小幅下行

0.1 个百分点，建筑业 PMI 指数 60.1%，回升 2.7 个百分点，建筑业保持高景气。

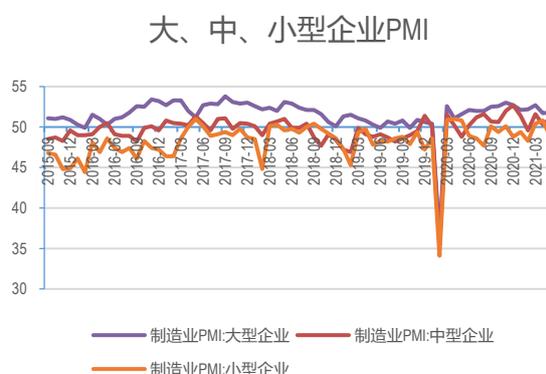
5 月大型企业 PMI 为 51.8% 比上月上升 0.1 个百分点、中型企业 PMI 为 51.1 上升 0.8 个百分点、小型企业 PMI 为 48.8% 下降 2 个百分点，小型企业制造业 PMI 大幅下降，低于临界点。不同规模企业景气波动可以部分解释官方与财新 PMI 的走势矛盾。

图 3: PMI 生产和新订单指数



数据来源: Wind、国元期货

图 4: 各类型企业 PMI



数据来源: Wind、国元期货

从分类指数来看，5 月构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中仅生产指数较上月上升。5 个分类指数中生产、新订单指数高于临界点。

其中生产指数为 52.7% 回升 0.5 个百分点，生产扩张加速；新订单指数为 51.3% 回落 0.7 个百分点，企业接单意愿下降；原材料库存指数 47.7% 回落 0.6 个百分点，原材料价格较高，企业不愿增加库存；从业人员指数为 48.9% 回落 0.7 个百分点，用工下降；供应商配送时间指数 47.6% 回落 1.1 个百分点，原材料交货时间延长。

进出口重要指标显示，新出口订单指数 58.3% 回落 2.1 个百分点，进口指数

为 50.9 % 回升 0.3 个百分点，出口走弱、进口走强，预示后期外贸高位回落概率大。

生产方面，工业生产维持强势，增速小幅回落。去年二季度以来的强势，工业生产一直保持高增长，工业增加值同比增速超过疫情之前的水平。全球制造业进入上行阶段，外需较强带来出口订单支持。由于去年的低基数给今年的同比数据分析造成了很大的干扰，统计局公布了两年平均增长率，参照环比数据来进行分析判断。

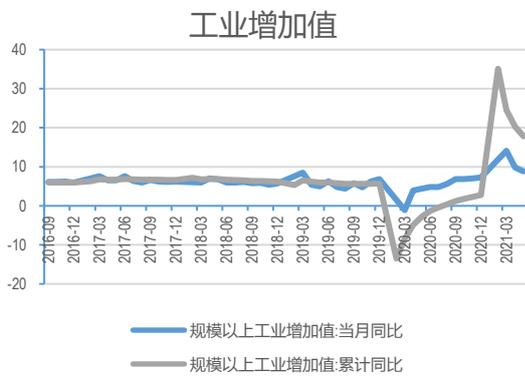
2021 年 1-5 月中国规模以上工业增加值同比增长 17.8%，较 1-4 月增速收窄 2.5 个百分点，两年平均增长 7%。单月来看，5 月份规模以上工业增加值同比实际增长 8.8%，增速较上月回落 1 个百分点，两年平均增长 6.6%，平均增速较上月回落 0.2 个百分点。环比来看，5 月季调后规模以上工业增加值环比增长 0.52%，与 4 月持平，表现较为平稳。年初以来生产端持续强势，已经超过疫情之前的水平，产出增速再提高的空间不大，在高位维持一段时间之后或回落，这主要还是取决于内需能否加速增长。

5 月份采矿业增加值同比增长 3.2% 于上月持平，制造业增长 9% 增速下降 1.3 个百分点，电热燃气水增长 11% 增速上升 0.7 个百分点。制造业势头放缓，拖累整体工业生产。41 个行业大类中有 36 个行业增加值保持同比增长，较 4 月减少 1 个；612 种产品中有 428 种产品同比增长，较 4 月减少 17 种。下游偏消费类行业生产疲弱态势有所改善。

国内生产端已经超过疫情之前的水平，而需求响应相对滞后。4、5 月月份

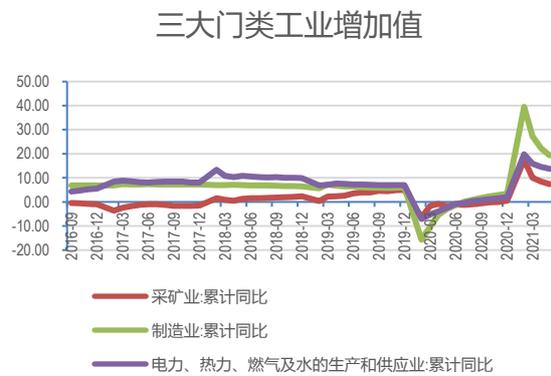
消费表现低于市场预期，由于内部需求不足，市场对于生产端增长能否较长时间维持强势存有疑虑。目前净出口较强一定程度弥补了供需缺口缓解供需矛盾。工业原料价格处于高位、出口小幅走弱会对下半年的产出带来不利影响，同时由于基数效应下半年工业增加值增速应较上半年回落。

图 5：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 6：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资增速小幅上升，整体仍较低。投资的主要构成中地产投资增速处于高位，基建、制造业投资增速还处于低位，基建投资增速低位回升、制造业投资加快修复。

1-5 月份中国固定资产投资 19.4 万亿元，同比增长 15.4%，较 2019 年同期增长 8.5%，两年平均增速为 4.2%，较 1-4 月提高 0.3 个百分点。其中民间投资 11.2 万亿元，同比增长 18.1%，2019 年 1-4 月 13.3 万亿。制造业投资回升带动投资增速整体上升。

分产业看，第一产业投资 0.5 万亿元，同比增长 28.7%；第二产业投资 5.8

万亿元，同比增长 18.1%；第三产业投资 13.1 万亿元，同比增长 13.8%。第二产业投资恢复较快，第三产业投资逐渐进入疫情后的正常状态。下半年投资平稳增长，基建投资在下半年的空间较大。

制造业投资方面，1-5 月制造业投资同比增长 20%，两年平均增长 0.6%，较 1-4 月的下降 0.4% 转正。制造业投资边际加速，但尚未恢复至疫情前水平，主要是一季度受到局部疫情拖累。3 月份之后由于有需求支撑且基数较低，制造业投资持续提速。

基础设施投资方面，增速低位回升。今年地方专项债额度下达较去年晚，财政支出进度较慢，基建增速一直不高。1-5 月基础设施投资增速同比增长 11.8%，两年平均增长 2.6%，较 1-4 月提高 0.2 个百分点。5 月单月同比增长 -3.6%，较 4 月 2.8% 下降。由于基数影响，对于趋势较难判断，不过仍能得出基建投资不强的结论。后期基建应小幅提速，一方面地方债发行逐渐提速，另一方面外需的增长动能下降。但从全年看，基建投资扩张空间有限，基础设施投资主要起到宏观政策逆周期调节的作用，在经济恢复正常之后，基建托底投资、托底经济的紧迫性下降。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20390

